

ファンド名称への ESG 用語使用の終わりと始まり —EU における ESG ファンド市場の構造変化—

富永 健司

■ 要 約 ■

1. 欧州連合（EU）におけるサステナブルファイナンスの市場において、環境・社会・ガバナンス関連の用語（以下、ESG 用語）を含むファンドの名称変更（ESG 用語の変更・削除・追加）が進展している。モーニングスターの調査結果によれば、2024 年に、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の 8 条及び 9 条に合致する開示を行うファンドの名称変更は約 170 件に達した。
2. こうした動きには、EU の証券市場の監督を担う欧州証券市場監督機構（ESMA）が 2024 年 5 月に公表した、ESG 及びサステナビリティに関連する用語を使用したファンドの名称に関するガイドライン（以下、ガイドライン）が大きく影響している。さらに、ESMA のガイドラインが参照する SFDR については、改正に向けた動きが進んでいる。
3. ESMA のガイドラインの適用により、ESG 用語を使用する際の要件が示されたことで、これまで ESG ファンドの名称として広く用いられてきた「ESG」や「サステナブル」という用語の使用が減少する傾向が見られている。このようなファンドの名称変更と運用ポリシーの見直しに伴い、従来の ESG・サステナブル投資の内容が変容していくことが予想される。また、ガイドラインは関連する指数にも影響を与えていることから、こうした動きがグローバルにどの程度波及していくのかも注目される。
4. さらに、新たに定義される「トランジション」の用語に基づくトランジション投資がどの程度広まっていくのか、そして、社会・環境面のトランジションがどのように推進されていくのかについても目が離せない状況である。

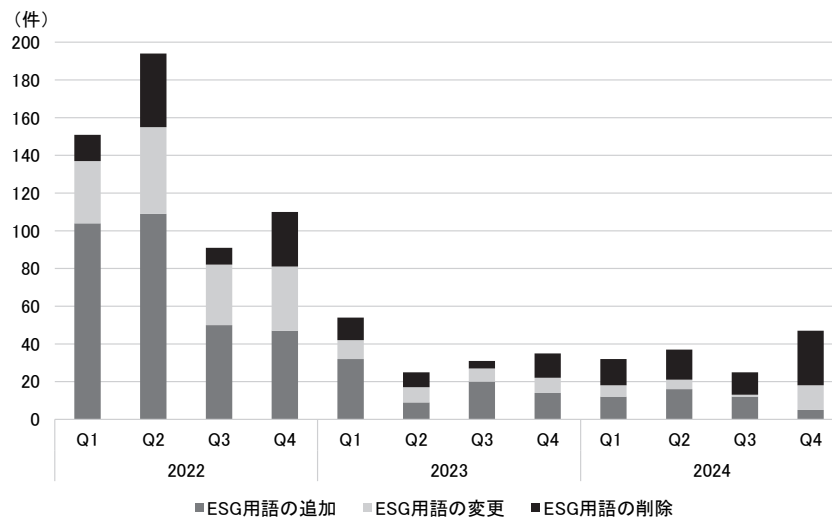
野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 富永健司「ESMA が最終化した ESG ファンドの名称に関するガイドライン—グリーンウォッシングの規制強化と社会・環境面の移行の推進—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年秋号。
- ・ 富永健司「欧州監督機構が公表した SFDR の改正に向けた提言—『サステナブル』と『トランジション』商品カテゴリーの創設—」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年夏号。

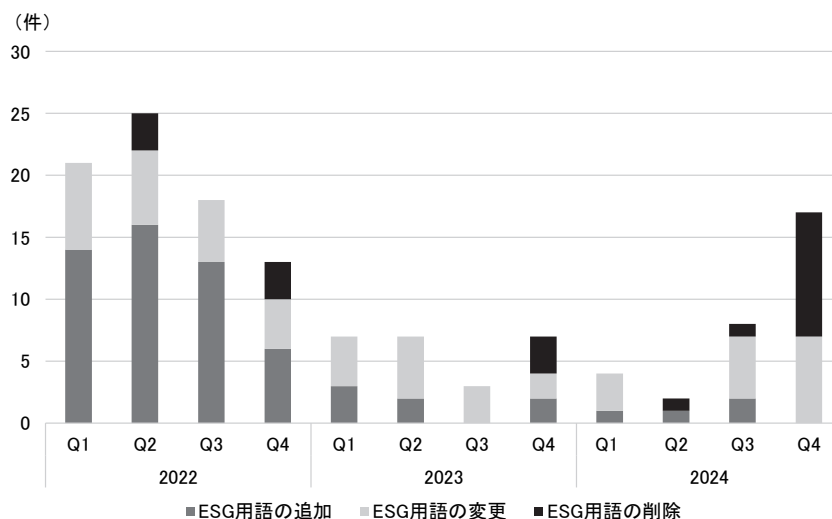
I ESMA のガイドラインと進展する ESG ファンド名称の見直し

欧州連合（EU）におけるサステナブルファイナンスの市場において、環境・社会・ガバナンス関連の用語（以下、ESG用語）を含むファンドの名称変更（ESG用語の変更・削除・追加）が進展している。モーニングスターの調査結果によれば、2024年に、サステナブルファイナンス開示規則（SFDR）の8条及び9条に合致する開示を行うファンドの名称変更は約170件に達した（図表1）。こうした動きには、EUの証券市場の監督を担う欧州証券市場監督機構（ESMA）が2024年5月に公表した、ESG及びサステナビリティに関連する用語を使用したファンドの名称に関するガイドライン（以下、ガイドライン）¹が大きく影響している。

図表1 SFDRの8条及び9条に合致する開示を行うファンドの名称変更
SFDRの8条



SFDRの9条



(出所) Morningstar, “SFDR Article 8 and Article 9 funds: Q4 2024 in review Inflows into Article 8 funds rise, but redemptions from Article 9 funds,” January 29, 2025、より野村資本市場研究所作成

¹ European Securities and Markets Authority (ESMA), “ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names,” May 14, 2024.

さらに、ESMA のガイドラインが参照する SFDR については、改正に向けた動きが進んでいる。2024 年 6 月には、EU の金融監督を担う欧州監督機構（ESAs）が、欧州委員会（EC）宛の SFDR の改正に向けた提言を公表した²。また、EC の諮問機関である「サステナブルファイナンス・プラットフォーム（PSF）」も、2024 年 12 月に SFDR に関する金融商品の分類及び主要な検討事項に関するレポートを公表した³。

ESMA のガイドラインの導入と SFDR の改正は、ESG 用語の定義を一層明確化することで、結果として ESG ファンドに質的な変化をもたらすことが見込まれる。本稿では、ESMA のガイドラインの概要と市場参加者による対応状況を概観し、SFDR の改正動向を整理した上で、今後の注目点を論考する。

II ESMA の ESG ファンドの名称に関するガイドラインへの対応

本章では、ESMA のガイドラインの概要と市場参加者による対応状況を概観する。

1. ESG ファンドの名称に関するガイドラインの概要

ガイドラインの対象となるのは、汎 EU の公募ファンド（UCITS）の運用会社、オルタナティブ投資ファンドの運用会社、マネー・マーケット・ファンド（MMF）の運用会社等である。これらの資産運用会社が、ファンドの名称に、ESG・サステナビリティ関連の用語を使用する（している）際に、ガイドライン内の勧告への対応が求められることとなる。ESG ファンドの名称に関するガイドラインにおいては具体的な用語として、サステナビリティ、環境（Environmental）、社会（Social）、ガバナンス、移行（Transition）、インパクト、が挙げられている。

ガイドラインは、ESG・サステナビリティに関連する用語をファンドの名称に使用する場合、SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であることを求めている（図表 2）。ここで、SFDR の 8 条とは「環境及び社会面の特徴を宣伝する金融商品」を、同 9 条とは「サステナブル投資を目的とする金融商品」についての開示を規定する内容である。さらに、企業の行動原則や兵器、煙草、化石燃料に関する事業を行う企業に対する除外基準も設定されている。除外基準に関しては、EU において気候変動に関するベンチマーク（金融指標）として定められている EU パリ協定適合ベンチマーク（EUPAB）、EU 気候移行ベンチマーク（EU CTB）⁴の内容が参照されている。環境・インパクト・サステナビリティ関連の用語を使用する場合、EU PAB の除外基準が適用される。

² 詳細は、富永健司「欧州監督機構が公表した SFDR の改正に向けた提言—『サステナブル』と『トランジション』商品カテゴリーの創設」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年夏号、を参照されたい。

³ Platform on Sustainable Finance, “Categorisation of products under the SFDR: Proposal of the Platform on Sustainable Finance,” December 2024.

⁴ 詳細は、江夏あかね・磯部昌吾「EU ベンチマーク規則の改正—気候ベンチマークと ESG 関連開示—」『野村サステナビリティクォーターリー』2020 年春号、を参照されたい。

図表 2 ESG・サステナビリティ関連の用語を使用するファンドに対する勧告と除外基準

使用する用語とファンドに対する勧告

関連用語	内容	除外基準
サステナビリティ	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・SFDR のサステナブル投資に対するコミットをしていること	EU PAB
環境	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU PAB
社会	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU CTB
ガバナンス	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること	EU CTB
移行	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・社会又は環境面の移行に向けた明確で測定可能な経路が示されていること	EU CTB
インパクト	・SFDR の 8 条又は 9 条に合致する開示を行う投資額が全体の 8 割以上であること ・財務的リターンと共にポジティブで測定可能な社会又は環境面のインパクトを生み出す目的があること	EU PAB

EU PAB 及び EU CTB の除外基準の内容

種類	対象となる企業
EU PAB	<ol style="list-style-type: none"> 1. 非人道的な兵器に関連する事業に関与する企業 2. 煙草の栽培・生産に関与する企業 3. 国際連合グローバル・コンパクト(UNGC)の原則又は経済協力開発機構(OECD)多国籍企業行動指針に違反している企業 4. 収入の 1%以上を石炭の探査・採掘・流通・精製から得ている企業 5. 収入の 1 割以上を燃料油の探査・採掘・流通・精製から得ている企業 6. 収入の 5 割以上を気体燃料の探査・採掘・製造・流通から得ている企業 7. 収入の 5 割以上を、温室効果ガスの排出について 1 キロワット時の電力を生成する際に排出される二酸化炭素相当量が 100g 超の発電から得ている企業
EU CTB	<ol style="list-style-type: none"> 1. 非人道的な兵器に関連する事業に関与する企業 2. 煙草の栽培・生産に関与する企業 3. UNGC の原則又は OECD 多国籍企業行動指針に違反している企業

(注) SFDR の 8 条では環境及び社会面の特徴を宣伝する金融商品、SFDR の 9 条ではサステナブル投資を目的とする金融商品の開示が規定されている。

(出所) European Securities and Markets Authority, “ESMA Guidelines establish harmonised criteria for use of ESG and sustainability terms in fund names,” May 14, 2024、より野村資本市場研究所作成

他方、移行・社会・ガバナンスに関連する用語を使用する際には、EU CTB の除外基準が適用されることとなる。

ガイドラインの影響が特に大きいと考えられるのは、ファンド名にサステナビリティ、環境等に関する用語が使用されているケースである。このようなケースでは、化石燃料関連の売上高が一定水準を超える企業が対象となる厳格な除外基準である EU PAB が適用される。そのため、ファンドがこの除外基準に抵触する可能性がある場合、保有株式の売却やファンドの名称変更が求められるリスクが高まる。

2. 市場参加者の対応

ガイドラインを受けて、資産運用会社をはじめとする市場参加者は、ファンドの名称変更等の対応を進めている。具体的な動きとして、(1) 「ESG」及び「サステナブル」の

用語の削除、(2)異なる ESG 用語への変更、(3)運用に関するポリシーの見直し、が挙げられる。(1)には、「ESG」を削除し、より中立的な「Select」等を含める変更が該当し、(2)には「ESG」を削除し「Responsible」等の ESG 用語を採用することが含まれる。例えば、フランスを本拠とする大手資産運用会社のアムンディは、アクティブ運用を行う ESG ファンドの中で、ガイドラインに対応した 37 本のファンドを公表している（2025 年 4 月 10 日時点）⁵。この中で、ESG 用語について名称を変更したのは 21 件であり、このうち 13 件について、(1)又は(2)に該当する対応が行われている。

また、米国を本拠とする世界最大級の資産運用会社であるブラックロックは、135 件の ESG ファンドのうち、56 件のファンドからサステナビリティ関連の用語を削除した⁶。一方、18 件のファンドについてはトランジションへの明確な整合性を持たせる形で名称変更を行い、さらに 60 件については投資除外基準の強化等の運用ポリシーの見直しを実施した。

さらに、ガイドラインの影響は ESG 指数を提供する指数会社にも間接的に及んでいる。例えば、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスは、顧客のガイドラインへの対応を支援することを目的として、S&P500[®]ESG 指数をはじめとする ESG 指数の名称変更を発表した（図表 3）⁷。

これらの事例において、ESG 用語の名称変更に関する傾向としては、総じて、「ESG」や「サステナブル」との用語を削除する動きが多く見られている。これは、近年、特に「ESG」及び「サステナブル」の用語が、ESG ファンドの名称に多く用いられてきたことが影響していると考えられる⁸。

図表 3 S&Pによる ESG 指数の名称変更の事例

従来の名称	新しい名称
S&P 500 [®] ESG Index	S&P 500 Scored & Screened Index
S&P 500 ESG+ Index	S&P 500 Scored & Screened+ Index
S&P 500 ESG Leaders Index	S&P 500 Scored & Screened Leaders Index
S&P 500 Equal Weight ESG Index	S&P 500 Equal Weight Scored & Screened Index
S&P 500 Equal Weight ESG Leaders Select Index	S&P 500 Equal Weight Scored & Screened Leaders Select Index
Dow Jones Sustainability World Index	Dow Jones Best-in-Class World Index
S&P Global Clean Energy Index	S&P Global Clean Energy Transition Index
S&P ESG High Yield Dividend Aristocrats Index	S&P High Yield Dividend Aristocrats Screened Index
S&P 500 Plus Sustainability Enhanced Financials Index	S&P 500 Plus Financials Enhanced Weighted & Screened Index
S&P World ESG Enhanced Energy Index	S&P World Energy Targeted & Screened Index

（出所） S&P Dow Jones Indices, “Frequently Asked Questions Index name changes in response to the ESMA guidelines on funds’ names using ESG- or Sustainability-related terms”、より野村資本市場研究所作成

⁵ 変更については 2025 年 4 月 28 日より有効（Amundi, “ESMA guidelines on funds’ names update.”）。

⁶ “BlackRock enhances sustainability characteristics of \$92 billion of funds ahead of ESMA ESG fund naming rules,” March 19, 2025.

⁷ S&P Global, “What’s in a name? From S&P500 ESG Index to S&P 500 Scored & Screened Index,” February 12, 2025.

⁸ ESMA, “Fund names: ESG-related changes and their impact on investments flows,” April 10, 2025.

III SFDR の改正動向

ESMA のガイドラインが参照する SFDR については、改正に向けた動きが進展している。具体的には、前述の通り、ESAs が 2024 年 6 月に EC 宛の SFDR の改正に向けた提言を公表した。この改正が求められる背景には、SFDR が本来の目的である開示の枠組みではなく、金融商品のラベリングとして利用されていることに起因する、明確さの欠如やグリーンウォッシングの懸念が EC の問題意識として存在している。

SFDR の改正において特に重要なポイントは、金融商品に関する分類カテゴリーの創設である。ESAs は提言の中で、金融商品に関する新たな分類として、「サステナブル」及び「トランジション」というカテゴリーを創設することを提案している。また、PSF も、2024 年 12 月に SFDR に関する金融商品の分類及び主要な検討事項に関するレポート（以下、PSF 案）を公表した。PSF 案では、金融商品の分類カテゴリーについて、「サステナブル」と「トランジション」に加えて、新たに「ESG コレクション」カテゴリーを創設することが提案されている（図表 4）。

PSF 案の金融商品の分類カテゴリーに関する特徴として、（1）各カテゴリーにおける該当商品の提示、（2）EU タクソノミーとの整合性向上、（3）環境及び社会分野において重大な悪影響がないことを示す基準（DNSH 基準）やトランジションに関する基準の設定、が挙げられる。

（1）に関して、「サステナブル」のカテゴリーには EU タクソノミーに適合する投資と SFDR で定義されるサステナブル投資に一部の要件を追加した投資を行なう金融商品が該当する。「トランジション」のカテゴリーには、ネットゼロ及び持続可能な経済に向けたトランジションを支援する投資を行なう金融商品が含まれる。「ESG コレクション」の

図表 4 PSF 案における商品カテゴリーの定義と最低基準の例

カテゴリー名	定義	最低基準の例
サステナブル	タクソノミーに適合する投資又は重大な悪影響がないサステナブル投資	<ul style="list-style-type: none"> ・タクソノミーに適合する投資・サステナブル投資の割合が閾値以上 ・タクソノミーに適合しない投資は PAIs を用いた DNSH 基準を設定 ・EU PAB に基づく除外基準を設定
トランジション	ネットゼロ及び持続可能な経済へのトランジションを支援する投資	<ul style="list-style-type: none"> ・信頼できる移行経路又は計画により、トランジションが進展中の資産（例：ベンチマーク規則等に沿った脱炭素化等のポートフォリオレベルでの削減／CTB 及び PAB に連動するポートフォリオへの投資／信頼できる移行計画又は科学に基づく目標に沿う投資等）
ESG コレクション	重大な悪影響のある投資を除外し、環境・社会面の特徴・基準がより良いものへの投資	<ul style="list-style-type: none"> ・サステナビリティの特徴を持つ投資の割合が閾値以上（例：ジェンダーやコーポレートガバナンスに関する複数の指標に関連するスコア、ベンチマークとの比較によるサステナビリティ関連指標の改善度等）

（出所） Platform on Sustainable Finance, “Categorisation of Products under the SFDR: Proposal of the Platform on Sustainable Finance,” December, 2024、より野村資本市場研究所作成

カテゴリーには、ESGの観点から定義される重要なサステナビリティの特徴を持つ資産へ投資をする金融商品が含まれる。

(2) に関して、「サステナブル」カテゴリーの設計において、PSF 案では、環境分野の一部の投資について EU タクソノミーとの整合性を図る設計となっている。従来、SFDR のサステナブル投資は環境及び社会分野に貢献する経済活動への投資で、投資先企業が良好なガバナンス慣行に基づくものであると定義されていたが⁹、EU タクソノミーにおけるサステナブル投資の概念との整合性は必ずしも確保されていなかった。ESAs の提言においても、EU タクソノミーと SFDR のサステナブル投資の概念の整合性向上が求められており、この点についての対応を図ったものと考えられる。

(3) について、「サステナブル」カテゴリーにおいては、EU PAB の除外基準の導入に加えて、PAIs を用いた DNSH 基準の設定が提案されている。これは、EU タクソノミーが環境分野に焦点を当てている一方で、社会分野においてはまだタクソノミーが策定されていない状況であることが理由として考えられる。また、「トランジション」カテゴリーにおいては、投資ポートフォリオのトランジションの状況は信頼できる移行経路や計画によって測定されることが求められている。具体的には、ベンチマーク規則に沿ったポートフォリオの脱炭素化、EU PAB 及び EU CTB に整合的なポートフォリオへの投資等に関連する基準を設定する必要がある。「ESG コレクション」のカテゴリーにおいては、商品のサステナビリティの特徴が、ジェンダーやコーポレートガバナンスに関連する複数の指標や、ベンチマークとの比較を通じたサステナビリティ関連指標の改善度等の観点から評価される仕組みとなっている。

IV EU における ESG ファンド市場の構造変化と注目点

ESMA のガイドライン導入と SFDR の改正に関する今後のスケジュールについて、前者は 2024 年 11 月 21 日に適用が開始されたが、既存のファンドに対しては 6 か月の経過措置が設けられており、2025 年 5 月 21 日までに対応が求められている。後者に関しては、EC による 2025 年の作業計画と関連報道に基づく、2025 年第 4 四半期に改正法案が公表される見込みである¹⁰。今後の注目点は、3 つ挙げられる。

⁹ SFDR 上のサステナブル投資は、環境分野では、環境目的に貢献する経済活動（エネルギー・再生可能エネルギー・原材料・水・土地の使用に関する主要な資源効率、廃棄物・温室効果ガスの排出、生物多様性・循環経済へのインパクトに関する指標等によって計測される）への投資を意味している。また、社会分野においては、社会目的に貢献する経済活動（不平等の解消・社会的結束・社会統合・労使関係の向上の強化、人的資本・環境的及び社会的に不利な状況にあるコミュニティ）への投資を指す。ただし、これらの投資は環境及び社会目的を著しく阻害せず、投資先企業が良好なガバナンス慣行（健全な経営構造・労使関係・従業員報酬・税務コンプライアンス等）に基づいていることが求められる（“Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector (Text with EEA relevance),” *Official Journal of the European Union*, December 9, 2019）。

¹⁰ European Commission, “Explaining the Commission work programme 2025,” February 11, 2025.

1. ESG 投資の変容とトランジション投資の拡大

ESMA のガイドラインの適用と SFDR の改正は、「サステナブル」、「トランジション」等に関連する投資における基準の設定により、従来の ESG・サステナブル投資の内容に影響を与えている。例えば、ガイドラインの適用により「ESG」、「サステナブル」という用語を使用する際の要件が示されたことで、これらの用語を使用する投資の対象が厳格化された。この結果、これまで ESG ファンドの名称として広く用いられてきた「ESG」や「サステナブル」という用語の使用が減少する傾向が見られている。このようなファンドの名称変更と運用ポリシーの見直しに伴い、従来の ESG・サステナブル投資の内容が変容していくことが予想される。また、ガイドラインは関連する指数にも影響を与えていることから、こうした動きがグローバルにどの程度波及していくのかも注目される。

さらに、新たに定義される「トランジション」の用語に基づくトランジション投資がどの程度広まっていくのか、そして、社会・環境面のトランジションがどのように推進されていくのかについても目が離せない状況である。

2. ESMA のガイドラインと SFDR の商品カテゴリーとの整合性

ESMA のガイドラインにおける用語の分類と SFDR の商品カテゴリー案は、現状独立しているように見受けられる。具体的には、SFDR の改正において、PSF 案で提案されている商品カテゴリーはサステナブル、トランジション、ESG コレクションである一方、ガイドラインの用語分類はサステナビリティ、環境、インパクト、移行、社会、ガバナンス、に大別される。この点について、商品カテゴリーと用語分類は必ずしも明確な対応関係が示されているわけではない。今後の制度設計においては、市場参加者による理解や対応のしやすさを考慮し、ESMA ガイドラインと SFDR の商品カテゴリーの名称との整合性を向上させていくことが、重要なポイントになると考えられる。

3. DNSH 基準及びトランジションに関する指標の設定による影響

SFDR の改正において、市場への影響が特に大きいと考えられるのが「サステナブル」カテゴリーにおける EU PAB 及び PAIs を活用した DNSH 基準、さらには「トランジション」カテゴリーにおけるトランジションに関する指標がどのように設定されるのかということである。特に、これらの基準と指標の設定はファンドの投資対象に直接的な影響を及ぼすことが予想される。この場合、ESMA のガイドラインが適用されるケースと同様に、ESG ファンドのポートフォリオや運用ポリシーの変更等が求められる可能性がある。今後、中長期的な視点から、SFDR の改正の進展に伴う ESG ファンドの商品カテゴリーに関する要件への市場参加者の対応についても注目される。